

УДК: 330.1

JEL: F210

А. Ю. Панибратов, Т. А. Браун, Д. С. Клишевич

ДИВЕСТИРОВАНИЕ ЗАРУБЕЖНЫХ МНОГОНАЦИОНАЛЬНЫХ КОМПАНИЙ ИЗ РОССИИ

Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9

В статье исследуются причины, определяющие решение многонациональных компаний о зарубежном дивестировании, и факторы, обуславливающие выбор формы последнего. В связи с тем, что на решение о дивестировании оказывают влияние как внутренние, так и внешние (относительно фирмы) факторы, выбор формы дивестирования может быть объяснен различными теориями, дополняющими друг друга. Данная статья опирается на теорию реальных опционов и теорию перспектив, которые способны объяснить решения о дивестировании и выбор формы дивестирования, что показал анализ кейсов четырех иностранных компаний, осуществивших дивестирование с российского рынка.

Ключевые слова: зарубежное дивестирование, многонациональные компании, теория реальных опционов, теория перспектив, Россия.

DIVESTMENT OF FOREIGN MULTINATIONAL COMPANIES FROM RUSSIA

A. Yu. Panibratov, T. A. Brown, D. S. Klishevich

St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

The purpose of this paper is to explore the reasons which contribute to the final foreign divestment (FD) decision of multinational companies (MNCs) and mode of divestment. In this paper we provide the explanation of reasons that make MNCs to exercise foreign divestment. Both internal and external factors become a catalyst for foreign divestment; therefore, the mode of divestment can be explained through the usage of different theories. In this paper we use real options theory and prospect theory which have proven to explain the FD decision and the mode of foreign divestment, as was shown by the analysis of four cases of foreign MNCs divesting from the Russian market. The companies under investigation are General Motors, Carlsberg, Lafarge Holcim and Stockmann. All of them decided in favor of the divestment from the Russian market but pursued this strategy differently — through full or partial divestment. The paper examines how they shaped their divestment decisions in a specific context of the Russian market, characterized by high volatility and unpredictability. According to the real options theory, the divest-

Статья подготовлена при финансовой поддержке Центра российских многонациональных компаний и растущих рынков Санкт-Петербургского государственного университета, проект СПбГУ № 15.61.172.2015.

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2017

ment decision is shaped by the level of uncertainty, previous divestment experience of MNCs and by the managers' estimation of the risks connected to FD. According to the prospect theory, an approach towards FD is influenced by the experience of a company and by the image of the possible loss as a result of FD. This paper contributes to the scarce research literature on FD of MNCs from Russia.

Keywords: foreign divestment, multinational companies, real options theory, prospect theory, Russia.

ВВЕДЕНИЕ

Вследствие глобализации бизнеса и сопутствующей инвестиционной активности многонациональных компаний (далее — МНК), резко возросшей в течение последних нескольких десятилетий, зарубежное дивести́рование стало распространенной формой их инвестиционной стратегии. Несмотря на то что феномен зарубежных инвестиций изучен достаточно детально, тема зарубежного дивести́рования стала актуальной относительно недавно. К первым исследователям этой проблемы следует отнести Ж. Боддевина и его коллег, которые, отталкиваясь от эклектической парадигмы Д. Даннинга [Dunning, 1980], изучали дивести́рование американских МНК в начале 1970-х гг. [Boddewyn, Torneden, 1973; Chopra, Boddewyn, Torneden, 1978; Spanhel, Boddewyn, 1982]. Согласно разработанной указанными авторами теории, зарубежное дивести́рование происходит тогда, когда компания теряет свое конкурентное преимущество или использование последнего перестает быть прибыльным за рубежом [Boddewyn, 1983]. При этом процесс принятия решения о зарубежном дивести́ровании определяется организационной спецификой компаний, в связи с чем на него оказывают влияние как экономические, так и институциональные факторы, что, в свою очередь, определяет актуальность теоретического обоснования зарубежного дивести́рования.

Исследователи феномена зарубежного дивести́рования обращаются к ряду теорий для интерпретации его разных сторон. Часто для объяснения мотивов дивести́рования используются теория реальных опционов (см., напр.: [Kogut, 1991; Belderbos, Zou, 2009; Driouchi, Bennett, 2012; Damaraju, Barney, Makhija, 2015]) и теория перспектив (см., напр.: [Benito, 2005; Shimizu, 2007]). Настоящая работа также обращается к данным теориям для анализа решений МНК, дивести́рующих с российского рынка, а также факторов, обуславливающих эти решения и определяющих формы зарубежного дивести́рования. Нами поставлены два исследовательских вопроса: 1) какие факторы влияют на решение о зарубежном дивести́ровании и как они определяют его формы; 2) как теории реальных опционов и перспектив могут объяснить эти факторы?

Статья имеет следующую структуру. Первая часть посвящена рассмотрению феномена зарубежного дивести́рования: представлен обзор литературы по данному вопросу, особое внимание уделено аргументации теории реальных опционов и теорий перспектив. Во второй — описана методология исследования, которая включает обоснование выбора метода кейс-стади, описание кейсов и процедуры

сбора данных. В третьей части продемонстрированы результаты анализа кейсов и их обоснование с позиций теорий реальных опционов и перспектив. Заключение содержит основные выводы и предложения о дальнейших направлениях исследования зарубежного дивести́рования.

ЗАРУБЕЖНОЕ ДИВЕСТИ́РОВАНИЕ КОМПАНИЙ

Содержание понятия, мотивы, формы. Дивести́рование в целом представляет собой сокращение капитала компании, а зарубежное дивести́рование (foreign divestment)¹ означает, что компания лишается части подконтрольных ей активов за рубежом — отделения, целого подразделения или филиала [Duhaime, Grant, 1984; Chang, Singh, 1999]. Компании могут продавать, закрывать или отделять (spin-off) стратегическое подразделение, операционное подразделение или линию продукции. Мотивом решения о дивести́ровании могут быть неудовлетворительные финансовые показатели [Sachdev, 1976; Cho, Cohen, 1997], более привлекательные альтернативные возможности инвестирования [Grunberg, 1981], трудности управления дочерним предприятием [Boddewyn, 1979]. В последние годы число дивести́ционных операций значительно возросло, однако, как отмечается в [McDermott, 2010], научное сообщество пока не уделяет достаточного внимания феномену дивести́рования и разнообразию его последствий для компании [Burt, Dawson, Sparks, 2004]. Из всех операций, которые осуществляет компания, дивести́рование в наибольшей степени остается под завесой тайны [McDermott, Luethge, 2013].

Исследователи рассматривают дивести́рование с разных сторон, фокусируясь на его детерминантах, мотивах и движущих силах [Nowara, Szarzec, 2012; Praet, 2013], на влиянии дивести́ций на показатели компании и результатах дивести́рования на уровне компании [Markides, Berg, 1992; Haynes, Thompson, Wright, 2002], на решении о дивести́ровании [Gilmour, 1973; Nees, 1979]. Однако пока не принято попыток комплексно описать факторы, обуславливающие данное решение, и объяснить их с позиций различных теорий.

В данной статье рассматриваются три основные формы дивести́рования [Grunberg, 1981]:

- ◆ закрытие, или ликвидация: компания прекращает оказывать услуги/закрывает свои представительства;
- ◆ вывод инвестиций или постепенное сокращение операционной деятельности: компания уменьшает объемы деятельности посредством ограничения инвестиционных фондов или переинвестирования в другие активы;

¹ Синонимы этого термина: дивести́ции (divestiture) [Ketkar, 2006]; изъятия (withdrawal) [Fisch, Zschoche, 2012]; распродажа (disposal) [Haynes, Thompson, Wright, 2000]; деинвести́рование (disinvestment) [Lambrecht, Myers, 2007]; деинтернационализация (de-internationalization) [Calof, Beamish, 1995; Benito, Welch, 1997]; уход с рынка (market exit) [Matthyssens, Pauwels, 2000]. В данной статье используется распространенный в отечественной переводной литературе эквивалент английского термина divestiture — «дивести́рование» (см., напр.: [Гохан, 2004]).

- ♦ продажа активов: продажа дочернего предприятия сторонней компании таким образом, что оно полностью переходит в собственность другой компании за денежную компенсацию.

Принять решение о зарубежном дивести́ровании значительно сложнее, чем о дивести́ровании на домашнем рынке [Spanhel, Boddewyn, 1982]. Зачастую оно рассматривается как вопрос строгой секретности, находящийся в ведении топ-менеджеров, вовлеченных в этот процесс [Nees, 1979]. Решения о дивести́ровании различаются в зависимости от состава участников [Ghertman, 1988]. Если стоит задача дивести́рования конкретного подразделения, то дочерняя компания играет определенную роль в принятии решения, в то время как в случае реорганизации портфеля компании дочерняя структура обычно не участвует в этой процедуре.

В современной литературе зарубежное дивести́рование исследовалось с точки зрения его мотивов и детерминантов [Belderbos, Zou, 2009; Fisch, Zschoche, 2012], последствий дивести́рования [Martin De Holan, Toulan, 2006], выбора между формами дивести́рования [Prezas, Simonyan, 2015], воздействия стратегий выхода на рынок [Mata, Portugal, 2000]. Ряд работ был посвящен влиянию интернационализации на зарубежное дивести́рование [Buigues, Lacoste, Lavigne, 2015], рассматривая его с точки зрения последствий для компании [Decker, Mellewigt, 2007] и роли дочерней компании [Benito, 2005].

Для объяснения мотивов дивести́рования исследователи феномена зарубежного дивести́рования часто обращаются к теории реальных опционов [Kogut, 1991; Belderbos, Zou, 2009; Driouchi, Bennett, 2012; Damaraju, Barney, Makhija, 2015]. Это объясняется тем, что она основывается на понятиях неопределенности или нестабильности, которые часто сопутствуют ключевым стратегическим решениям компании — например, об инвестировании или дивести́ровании [Damaraju, Barney, Makhija, 2015]. В настоящей работе данная теория дополняется теорией перспектив, которая также рассматривает понятие неопределенности, но на уровне менеджеров, принимающих решения. Таким образом, нами феномен дивести́рования изучается как на уровне фирмы (реальные опционы), так и на индивидуальном уровне менеджеров, ответственных за формирование стратегии компании.

Теоретическое обоснование феномена дивести́рования: теория реальных опционов и теория перспектив. В центре теории реальных опционов находится компания, у которой в условиях постоянно меняющейся внешней среды имеется возможность использовать или не использовать те или иные опции, в нашем случае — опции дивести́рования. Выбор компаний, дивести́ровать или нет, основывается на оценке того, является предсказуемой либо непредсказуемой внешняя среда бизнеса. Теория реальных опционов объясняет, как неопределенность, с которой компании сталкиваются в окружающих их реалиях, может быть рассмотрена в качестве катализатора решения о зарубежном дивести́ровании.

Теория перспектив, как и теория реальных опционов, изучает стратегические решения компании, но ориентирована преимущественно на индивидуальный уровень менеджеров, выбирающих какие-либо альтернативы. Эти решения связаны с определенным уровнем риска с точки зрения приобретений и потерь в результате их принятия [Kahneman, Tversky, 1979]. Фирмы, выбирающие опцию дивести́рования, предпочтут проекты с низким уровнем риска [Benito, 2005], несмотря на то что при оценке различных альтернатив последний не может выступать единственным определяющим фактором в ситуации принятия решения, поскольку в зависимости от мотива, которым руководствуется компания, она может быть в большей или меньшей степени заинтересована в альтернативных опциях с их различными уровнями риска.

Теория реальных опционов и дивести́рование. Изначально относящаяся к области финансового менеджмента теория реальных опционов применяется в качестве инструмента управления рисками. Она сконцентрирована вокруг понятия неопределенности и включает в себя варианты использования или неиспользования каких-либо опций [Myers, 1977]. Теория реальных опционов позволяет компании реагировать на изменения внешней среды и в зависимости от их содержания реализовывать соответствующие сценарии действий. Кроме того, она дает возможность рассматривать дивести́ции не как неудачу менеджмента, а как реализацию сценария, уместного для реакции на соответствующее изменение внешней среды. Теория реальных опционов разрабатывалась в трудах зарубежных и отечественных ученых (см., напр.: [Бухвалов, 2004; Лимитовский, 2004; Myers, 1977; Driouchi, Bennett, 2011]).

В настоящей статье положения этой теории применяются для анализа зарубежного дивести́рования, прежде всего для рассмотрения дивести́рования МНК с российского рынка. Реальные опционы позволяют компаниям удержаться от дивести́рования одного из своих подразделений, основываясь на оценке влияния на конкурентоспособность компании различных факторов, таких как спад рынка или слабое управление [Keswani, Shackleton, 2006; Belderbos, Zou, 2009]. Модель реальных опционов применялась для анализа сделок слияний и поглощений в контексте сокращения объемов производства, причем указывалось, что при падении спроса лучшим решением оказывается закрытие фирмы, поскольку после этого инвесторы могут получить компенсацию [Lambrecht, Myers, 2007]. Теория реальных опционов позволяет с большей точностью предугадать решения о сокращении инвестиций, чем классические теории инвестиций [Musshoff et al., 2013], и в случае грамотного использования реальные опционы демонстрируют впечатляющие результаты при принятии МНК решений о дивести́ровании [Driouchi, Bennett, 2011].

Таким образом, теория реальных опционов обладает ценными преимуществами, объясняя понятие неопределенности, а ее верное применение может привести к достижению МНК искомых финансовых результатов [Driouchi, Bennett, 2011].

Менеджеры не способны предугадать неопределенность во внешней среде, включая неопределенность институционального контекста, ситуаций взаимодействия с органами государственного регулирования, конкурентами и, что наиболее важно, с зарубежными рынками [DeSarbo et al., 2005]. В связи с этим компании могут испытывать трудности, приспосабливаясь к меняющимся условиям внешней среды, поскольку часто они не в состоянии изыскать новые или использовать имеющиеся ресурсы в своей управленческой практике. Указанные ограничения заставляют компании приобретать новые ресурсы или прибегать к уже имеющимся в текущих бизнес-проектах. В процессе принятия стратегических решений, например об уходе с зарубежного рынка, возрастает необходимость изучения неопределенности внешней среды [O'Brien, Folta, 2009]. Теория реальных опционов способна помочь в оценке степени неопределенности, так как она ориентирована на прогнозирование различных сценариев, в связи с чем позволяет менеджерам эффективнее реагировать на внешние изменения. Вследствие того что организация меняет свою стратегию в соответствии с управленческими целями, решение о зарубежном дивестировании будет принято с большей долей вероятности тогда, когда цели и показатели работы МНК на иностранном рынке не достигаются [Shimizu, 2007].

Следует отметить, что теория реальных опционов оспаривает предположения о невозвратных издержках и инерции и утверждает, что неопределенность внешней среды и невозвратные издержки наилучшим образом помогают понять причины ухода компаний с зарубежных рынков [O'Brien, Folta 2009]. Чаще всего под неопределенностью понимается непредсказуемость внешней среды, с которой сталкиваются лица, принимающие решения [Buchko, 1994], а под невозвратными издержками — затраты, уже возникшие у компании и оттого являющиеся необратимыми [Sutton, 1991]. В случае неудовлетворительных либо нежелательных финансовых показателей зарубежных подразделений компании сталкиваются с необходимостью принятия решения с неясными и непредсказуемыми результатами, а именно — остаться на иностранном рынке или уйти с него [Shimizu, 2007].

Одно из основных положений теории реальных опционов заключается в том, что, размышляя об уходе с рынка, рациональные компании должны принимать во внимание аспект невозвратных издержек и по возможности оставаться некоторое время на рынке в случае, когда вариант дальнейшего существования представляется реалистичным [Ghosal, 2003]. Если в ближайшем будущем обстоятельства изменятся в лучшую сторону, а компания к этому моменту времени уже покинет рынок из-за негативных условий, то приход обратно будет чреват дополнительными нежелательными и невозвратными издержками. Иными словами, компания потеряет дважды, один раз — уходя, другой раз — возвращаясь [Berry, 2013].

Теория перспектив и дивестирование. В центре внимания данной экономической теории находится поведение людей при принятии решений, связанных с рисками. Она была предложена А. Канеманом и Д. Тверски [Kahneman, Tversky,

1979] в качестве альтернативы теории ожидаемой полезности, согласно которой люди просчитывают ожидаемую полезность в зависимости от рисков и потерь, связанных с теми или иными решениями [Shimizu, 2007]. Теория перспектив рассматривает решения людей, выбирающих различные альтернативы, знающих исход каждой из них и соотносящих последствия с текущим положением, — как правило, имеющимся уровнем благосостояния [Kahneman, Tversky, 1979]. Согласно ей, при принятии решений люди не обязательно следуют рациональному расчету.

Ключевые положения теории перспектив заключаются в том, что альтернативы рассматриваются в связи с приобретениями или потерями и имеют определенную вероятность. Решения принимаются на основании потенциальной ценности приобретений или потерь, связанных с ними. В случае ожидаемых приобретений люди менее склонны к принятию рискованных решений, тогда как при ожидаемых потерях стремление к риску возрастает. Кроме того, низкие вероятности появления альтернативных опций, как правило, переоцениваются, а высокие недооцениваются [Kahneman, Tversky, 1979].

Теория перспектив применялась исследователями для анализа различных решений (см., напр.: [Bowman, 1982]), в том числе и для дивестиционных [Benito, 2005; Shimizu, 2007]. Дивести́рование описывается как ситуация принятия стратегического решения при наличии различных альтернатив с их потенциальными потерями и приобретениями и связанными с этим рисками. На основании положений теории перспектив был сделан вывод о том, что компании, чья финансовая ситуация относительно благополучна, будут избегать рисков. Компании с низкими финансовыми показателями, которые нередко сталкиваются с необходимостью рассматривать опцию дивести́рования, более склонны к принятию рискованных решений, поскольку оценивают свое текущее положение как нежелательное [Bowman, 1982]. С учетом возможных потерь компания оказывается перед выбором: сохранить приносящее убытки подразделение в надежде на то, что в будущем оно снова станет прибыльным, и таким образом принять на себя потенциальные убытки, или дивести́ровать подразделение и столкнуться с реальными потерями [Shimizu, 2007].

Применительно к организационным решениям в условиях риска использование инструментария теории перспектив позволило установить, что менеджеры более склонны к рискованным решениям, когда потенциальные потери представляются незначительными, и предпочитают меньше рисковать, если они считают их губительными для компании [Laughhunn, Payne, Crum, 1980]. В связи с альтернативой дивести́рования это может означать, что, принимая решения в пользу ухода с иностранного рынка или выступая против такого варианта развития событий, компания будет оценивать потенциальные потери, грозящие в случае того или иного решения, и ценность для нее дивести́руемого подразделения.

До тех пор пока потери компании не становятся фатальными, менеджмент более склонен к рискованному поведению и с большой долей вероятности со-

хранит подразделение со слабыми показателями [Shimizu, 2007]. Как только потенциальные потери достигают «точки угрозы», компания предпочитает более консервативные и менее рискованные стратегии поведения, например дивести-рование [Laughhunn, Payne, Crum, 1980]. Таким образом, в соответствии с теорией перспектив между финансовыми показателями подразделения компании и вероятностью его дивестирования существует взаимосвязь: неблагоприятные финансовые показатели ведут к повышению вероятности дивестирования подразделения, причем вероятность становится особенно высокой, если потенциальные потери минуют «точку угрозы» [Shimizu, 2007].

Применение теории перспектив для объяснения решений о дивестировании сопряжено с рядом ограничений, поскольку решения, принятые на основании оценки финансовых показателей и возможных будущих потерь, неизбежно принимаются в определенном контексте. Так, компания склонна к тому, чтобы сохранить и не дивестировать подразделение с плохими показателями, если потенциальные потери представляются незначительными, надеясь на положительное изменение ситуации в будущем. Если же менеджмент предпочтет более рискованную стратегию и не дивестирует подразделение, то он может встретить противодействие стейкхолдеров, поскольку речь идет о таком чувствительном и заметном для общественности вопросе, как убыточность подразделения, которая может усилить давление на менеджмент и повысить вероятность дивестирования как быстрого решения проблемы [Shimizu, 2007]. Также оценка будущих потерь может быть связана с неоднозначностью, сопровождающей субъективное определение менеджерами «точки угрозы».

В связи с подобными ограничениями в объяснении и прогнозировании решений о дивестировании необходимо рассмотреть феномен дивестирования с позиций разных теорий с целью изучения всего многообразия его проявлений и причин.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Основной предмет настоящего исследования — это дивестирование зарубежных компаний с российского рынка. Работа направлена на анализ предпосылок зарубежного дивестирования и его форм на уровнях фирмы и внешней среды. Важность уровня фирмы определяется тем, что исследуемые вопросы относятся к корпоративной стратегии, а уровня внешней среды — влиянием динамики рынка и отрасли. Глубинный анализ кейсов дает возможность выявить процессы второго уровня, которые заслуживают более пристального внимания, так как они позволяют более качественно объяснить исследуемый феномен [Yin, 1994; Aberdeen, 2013].

Поскольку данная работа является одним из первых шагов на пути изучения процесса принятия решения о зарубежном дивестировании и его формах в странах с развивающейся экономикой, кейс-стади представляется обоснованным ме-

тодом. Во-первых, сравнительный анализ кейсов выступает в качестве основного подхода к исследованию стратегических процессов [Pettigrew, 2000]. Во-вторых, использование кейс-метода наиболее уместно, когда необходимо должным образом оценить контекст, что принципиально важно при анализе стран с развивающейся экономикой. В-третьих, анализ кейсов представляется наиболее удачным в связи с тем, что границы изучаемой проблемы в литературе очерчены недостаточно четко [Yin, 1994].

Выбор компаний и описание контекста. В исследовательской работе, использующей качественные методы, произвольный выбор кейсов нежелателен [Eisenhardt, 1989], и оценочным критерием здесь выступает качество кейсов. Иными словами, выбор кейсов обусловлен теорией, а именно: «Каждый кейс должен быть тщательно подобран таким образом, что он: а) предполагает похожие результаты (буквальная репликация); или б) производит отличающиеся результаты по предсказуемым причинам (теоретическая репликация)» [Yin, 1994, р. 53]. В итоге обеспечивается внешняя валидность исследования.

В современных исследованиях отсутствует теоретически обоснованная типология характеристик зарубежного дивести́рования, согласно которой можно было бы выбрать кейсы. Наша цель — выделить полярные кейсы [Eisenhardt, 1989; Yin, 1994], рассматривая такие характеристики, как вид деятельности компании, тип капитала и объем инвестиций. Предположительно вариация каждой из этих характеристик коррелирует с вариацией предпосылок, процесса и последствий решения о зарубежном дивести́ровании. Такая стратегия выбора позволяет выдвинуть предположения и предоставляет основу для развития теории.

Нами была использована техника целенаправленного выбора кейсов [Patton, 2002]. В исследование были включены те компании, которые уже достигли высокой степени интернационализации и считаются успешными на зарубежных рынках. Компании оценивались по таким критериям, как доля прибыли российских подразделений в общем объеме прибыли МНК, местоположение дочерних компаний, производимые товары и услуги, которые реализуются за рубежом, основные финансовые данные, а также предшествующий опыт зарубежного дивести́рования. Использование этих критериев позволило лучше понять факторы, обуславливающие поведение МНК, осуществляющих дивести́рование.

В соответствии с вышеприведенными методическими рекомендациями было отобрано четыре зарубежных МНК, осуществлявших прямые инвестиции в российскую экономику: General Motors, Carlsberg, Stockmann и Lafarge Holcim (табл. 1). Такого количества кейсов вполне достаточно для теоретического обобщения результатов [Yin, 1994]. Выбранные компании имеют разный профиль, что позволяет добиться более глубокого понимания их решения о зарубежном дивести́ровании. Все они располагают значительным опытом работы на российском рынке, достигли высокой степени интернационализации и столкнулись с похожими условиями внешней среды во время экономического кризиса в России.

Таблица 1. Описание кейсов компаний

Компания	Страна происхождения	Отрасль	Год выхода на российский рынок	Доля прибыли российских подразделений в доходе компании, %	Форма деятельности в России	Опыт инвестирования/дивести́рования
General Motors	США	Автомобильная корпорация	1992	2 (2014 г.)	Заводы по производству автомобилей	+
Carlsberg	Дания	Пивоваренная компания	1992	25 (2014 г.)	Пивоваренные заводы	+
Stockmann	Финляндия	Розничная торговля	1989	14 (2014 г.)	Универмаги розничных товаров	–
Lafarge Holcim	Швейцария/Франция	Производитель строительных материалов	1996	3* (2016 г.)	Заводы по производству цемента	+

Примечание: * — доля российских подразделений в общем объеме производимой продукции, %.

Составлено по: данные официальных сайтов компаний General Motors (<https://www.gm.com/>), Carlsberg (<https://carlsberggroup.com/>), Stockmann (<http://www.stockmanngroup.com>), Lafarge Holcim (<http://www.lafargeholcim.com/>).

В научной литературе относительно немного исследований посвящено феномену дивести́рования из стран с развивающейся экономикой (см., напр.: [Martin De Holan, Toulan, 2006; Amankwah-Amoah, Zhang, Sarpong, 2013; Li, Liu, 2015]), особенно из России. Российский рынок является чрезвычайно волатильным и непредсказуемым с точки зрения развития финансовых институтов [Michailova, McCarthy, Puffer, 2013]. Поскольку сводные данные по зарубежному дивести́рованию из России отсутствуют, источниками информации о зарубежных инвестициях в различные сектора отечественной экономики в последние годы служили статьи в научных журналах, газетах, сайты государственных структур, включая Росстат, Федеральную налоговую службу и Министерство экономического развития.

Ухудшение показателей отечественной экономики в 2014 г., которое было вызвано международными экономическими санкциями, наложенными на Россию, и падением цен на нефть, заставило МНК, работающие в стране, оперативно пересмотреть и скорректировать свои стратегии; еще до наступления кризиса многие крупные МНК покинули российский рынок [Panibratov, 2009; Golubeva, 2016]. Даже в условиях благоприятного инвестиционного климата МНК, демонстрировавшие высокие экономические результаты на местном рынке и имевшие сильных и надежных местных партнеров, уходили из России [Panibratov, 2016].

Начиная с 2014 г. инвестиционный климат в России стал ухудшаться, о чем свидетельствуют данные UNCTAD об объеме накопленных иностранных инвестиций. В 2014–2015 гг. он значительно сократился по сравнению с предыдущими годами: так, если в 2013 г. его значение составляло 471 474 млн долл., то в 2014 г. — 290 039, а в 2015 г. — 262 748 млн долл. [Foreign direct investment...]. Таким образом, российская специфика в данный период времени проявилась в неблагоприятном инвестиционном климате и экономической ситуации в целом. Необходимо отметить, что в исследуемые годы российские подразделения зарубежных МНК стали испытывать определенные сложности в приспособлении к изменяющейся внешнеполитической повестке в России [Gurkov, 2015]. Для целей данного исследования были выбраны компании, которые сокращали объем своих операций на российском рынке именно в условиях турбулентной экономической ситуации, чтобы оценить, какие стратегии предпочитают фирмы, находящиеся в одинаковых условиях внешней среды, и какие факторы оказывают влияние на эти стратегии.

Сбор и анализ данных. Сбор данных проводился в три этапа. На первом из них по всем четырем компаниям была собрана подробная информация, включающая финансовую отчетность, пресс-релизы и сведения из СМИ. На втором — анализировался каждый кейс в отдельности с выявлением специфики компании, способа дивести́рования, наличия долговых обязательств и размера активов в России, истории работы на российском рынке, истории компании, включая дивести́ции и инвестиции, а также информации о предпосылках и последствиях зарубежного дивести́рования. На третьем этапе на основе общих и повторяющихся аспектов, обнаруженных в процессе анализа отдельных кейсов, были созданы коды, что позволило выявить причины, приводящие к решению о зарубежном дивести́ровании. Стратегия анализа данных представлена на рисунке.

Выявленные причины зарубежного дивести́рования были соотнесены с положениями теории реальных опционов и теории перспектив, на основании чего идентифицировались факторы, которые обуславливают принятие такого решения. В связи с тем, что вопрос о дивести́ровании чрезвычайно чувствителен для компании, возможность для проведения личных интервью отсутствовала. К тому же головные офисы исследуемых МНК находятся за пределами России, а российские дочерние фирмы управляются менеджерами на уровне страны, которые не всегда принимают окончательные решения [McDermott, 2010]. В свете последне-

го факта личные интервью с местными представителями компаний вряд ли могли служить надежным источником информации. В то же время дивести́рование крупных МНК из России, как правило, сопровождается широкой дискуссией и активно освещается в СМИ (включая профессиональные журналы, газеты, радиовещание и телевидение). Поэтому сбор данных производился на основании многочисленных вторичных источников.

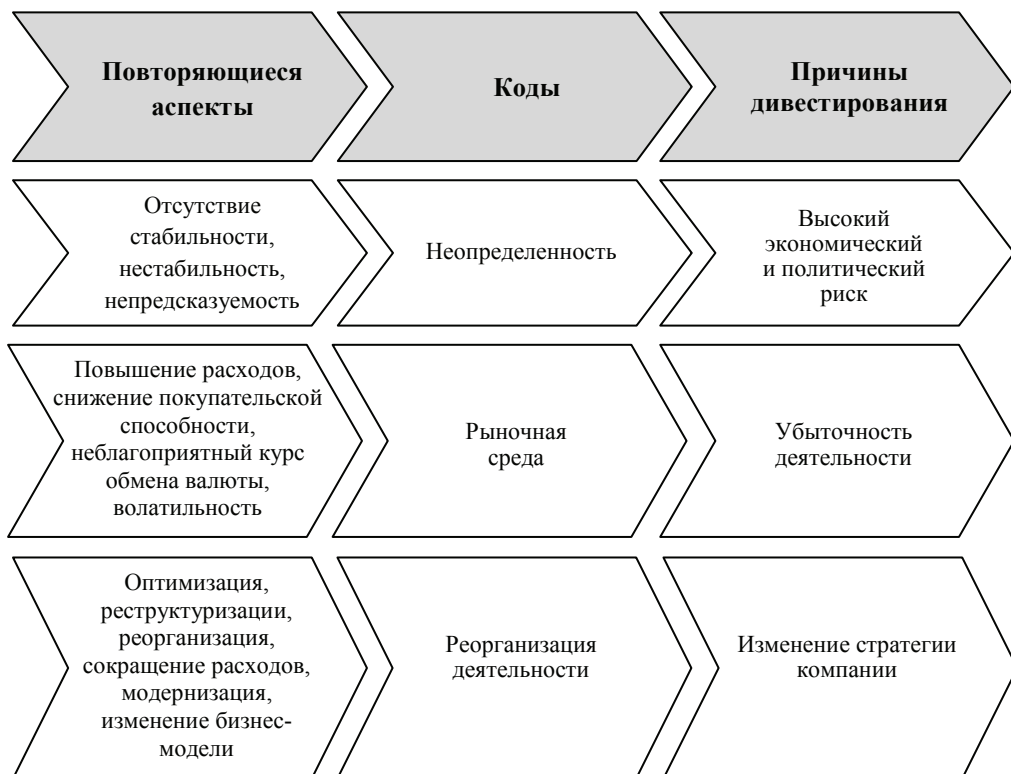


Рисунок. Стратегия анализа данных

Данные были собраны с официальных сайтов компаний, из годовых отчетов, пресс-релизов, других официальных документов, деловых СМИ (газеты и журналы), опубликованных интервью с топ-менеджерами компаний и представителями разных организаций, из задокументированных выступлений, писем, постановлений, а также из блогов и социальных сетей. Кроме того, использовалась уже опубликованная информация из статей, книг и баз данных. Каждый кейс анализировался независимо от других, после чего все индивидуальные результаты были обобщены на основе разработанных теоретических конструкторов. После анализа каждого кейса были выявлены повторяющиеся аспекты, которые позволили определить факторы, влияющие на решение компаний о дивести́ровании.

АНАЛИЗ КЕЙСОВ: ОБОСНОВАНИЕ РЕШЕНИЯ О ДИВЕСТИРОВАНИИ МНОГОНАЦИОНАЛЬНЫХ КОМПАНИЙ ИЗ РОССИИ

Процесс принятия решений и выбор формы зарубежного дивести́рования изучались на примере кейсов четырех зарубежных МНК и в контексте российского рынка. В каждом из представленных случаев исследуемые процессы имеют «коэффициент действия» (*agential coefficient*) [Sztompka, 1993], что означает ту или иную степень воздействия менеджмента на форму управления стратегией фирмы. При этом конфликт между внешними и внутренними факторами и влиянием человеческого фактора является главной движущей силой изменений [Pettigrew, 1992; 2000]. Иными словами, менеджмент компании активно реагирует на динамику внешней среды, используя внутрифирменные ресурсы, и это взаимовлияние действий и структуры имеет взаимодополняющий характер [Matthyssens, Pauwels, 2000].

Анализ кейсов позволил выявить факторы, от которых зависит решение компании о дивести́ровании. Причины зарубежного дивести́рования рассматривались с привлечением положений теории реальных опционов и теории перспектив, а затем устанавливались факторы, определявшие принятие решения. В табл. 2 перечислены причины, которые транслировали сами компании в своих пресс-релизах и официальных заявлениях (они соотносятся с причинами, названными по результатам кодирования кейсов), и факторы, которые были выявлены в результате анализа иных источников.

Анализ экономической ситуации в России и отчетов компаний показал, что последние были серьезно обеспокоены текущим состоянием и перспективами развития отечественной экономики. Так, в годовом отчете компании Stockmann 2014 г. утверждается: «Ситуация на рынке вызывает особенное беспокойство в России, где слабое развитие наших подразделений привело к их потере» [Annual Report: Stockmann Group, 2014, p. 5]. В годовом отчете компании Carlsberg 2015 г. несколько раз упоминается ухудшившееся состояние российской экономики, например: «Продолжительный спад российского рынка и очень непростые макроэкономические условия в России привели к тому, что в компании возникла необходимость переоценки нашего российского бизнеса» [Annual Report Carlsberg Group, 2015, p. 15]. В этой связи был сделан вывод о том, что аспект «неопределенности» релевантен для изучаемых компаний.

Все компании признали, что причиной решения о дивести́ровании стали слабые финансовые показатели и/или спад рынка, что соотносится с мнением ряда исследователей (см., напр.: [Chopra, Boddewyn, Torneden, 1978; McDermott, 1989; Benito, 1997; 2005; Decker, Mellewigt, 2007; Naldi, Kuiken, 2016]) о том, что иностранные компании с удовлетворительными финансовыми показателями, вероятнее всего, останутся на рынке, в то время как фирмы, чьи показатели являются неудовлетворительными, больше склонны к дивести́рованию. В табл. 3 представлена информация о финансовых показателях компаний в 2013–2015 гг., соответствующих изучаемому периоду.

Таблица 2. Анализ кейсов

Компания	Форма дивести́рования*	Описание процесса дивести́рования	Причины, повлиявшие на принятие решения о зарубежном дивести́ровании: официальная позиция компаний	Факторы, выявленные в ходе анализа кейсов
1	2	3	4	5
General Motors	Закрытие завода	В марте 2015 г. General Motors объявила о планах по изменению своей бизнес-модели в России и прекратила производство продукции на заводе в Санкт-Петербурге, который выпускал модели Chevrolet Cruze, Opel Astra и Chevrolet Trailblazer. Была прекращена поставка бренда «Опель» и ограничена поставка бренда «Шевроле» к 31 декабря 2015 г.	Спад продаж Условия рынка Падение курса рубля Неясность перспектив развития рынка в будущем Компания мотивировала закрытие завода тем, что оно является защитной мерой	Опыт дивести́рования Оценка рисков Политическая ситуация
Carlsberg	Приостановка — закрытие (частичное)	В 2014 г. Carlsberg приостановил работу двух из десяти пивоварен в России — в Челябинске и Красноярске, заявив, что она возобновится, как только ситуация на рынке улучшится. В 2015 г., оценив перспективы развития двух производств, компания решила закрыть их	Спад продаж Ухудшение экономической ситуации в стране Особенности налогообложения в отрасли Неопределенность перспектив развития рынка Компания объяснила необходимость закрытия заводов стремлением адаптировать бизнес к условиям изменяющейся внешней среды для сохранения его рентабельности	Опыт дивести́рования

Окончание табл. 2

1	2	3	4	5
Stockmann	Продажа	13 февраля 2014 г. компания выпустила пресс-релиз, в котором объявила о намерении закрыть 20 из 36 расположенных в России магазинов одежды бренда «Serravallo», и в октябре ликвидировала эту сеть. Спустя год после объявления о раннем закрытии Stockmann объявил о планах по отказу от трех московских магазинов, расположенных в торговых центрах «Мега». В дополнение к этому в России должны были ликвидировать 19 магазинов финской сети Index. Таким образом, Stockmann избавился от убытков, которые в 2014 г. составили 1,8 млрд евро	Спад продаж Падение курса рубля Ответные санкции России, направленные на ограничение импорта некоторых товаров Компания объяснила закрытие магазинов стремлением преодолеть многолетнюю убыточность в России, усугубившуюся в связи с экономическим кризисом	Незначительный опыт дивести́рования Убыточность подразделения компании в России еще до начала экономического кризиса
Lafarge Holcim	Закрытие завода	В 2015 г. Lafarge Holcim объявил о реорганизации структуры цементного производства в Центральном регионе России с целью эффективно отреагировать на последствия рецессии в строительной отрасли и поддержать эффективность компании. В 2016 г. цементный завод в Воскресенске был законсервирован	Падение курса рубля Рецессия, вызванная снижением цен на нефть Санкции, ограничивающие возможность государства финансировать инфраструктурные проекты Неопределенность ситуации на рынке Политическая нестабильность и ухудшение межгосударственных взаимоотношений	Опыт дивести́рования

Примечание: * — использована классификация из [Grünberg, 1981].

Составлено по: годовые отчеты компаний за 2013–2015 гг.; пресс-релизы компаний, представленные на их официальных сайтах.

Таблица 3. Финансовые показатели российских подразделений МНК, 2013–2015 гг.

Компания	Год	Показатели				
		Выручка от продажи (за минусом НДС, акцизов), руб.	Прибыль (убыток) до налогообложения, руб.	Рентабельность капитала (ROE), %	Рентабельность продаж, %	Активы всего, руб.
General Motors	2013	38 204 773 000	–3 822 652 000	–3,71	–9,32	34 873 437 000
	2014	23 583 187 000	–4 827 922 000	–9,13	–24,58	26 788 636 000
	2015	6 828 981 000	–13 415 388 000	–3,28	–44,22	13 991 939 000
Carlsberg	2013	87 645 405 000	23 694 847 000	27,24	24,89	97 802 770 000
	2014	83 239 203 000	21 269 961 000	44,19	20,21	98 263 740 000
	2015	86 608 441 000	15 000 285 000	15,35	16,46	107 458 097 000
Stockmann	2013	14 012 268 000	–930 459 000	–199,98	–1,07	5 806 452 000
	2014	13 835 093 000	2 562 447 000	199,99	–4,32	4 195 623 000
	2015	12 850 268 000	322 613 000	16,47	–13,22	4 278 721 000
Lafarge Holcim	2013	6 298 278 000	–2 429 229 000	–43,95	–12,51	24 398 112 000
	2014	5 307 131 000	1 020 969 000	6,02	–9,4	23 022 480 000
	2015	6 320 149 000	–4 995 272 000	–166,44	–19,84	23 373 420 000

Составлено по: база данных СПАРК.

Большинство компаний оценили ситуацию на рынке как крайне неопределенную (снижение цен на нефть, падение курса рубля и другие факторы, которые привели к экономическому кризису) и предпочли сократить объем своих операций, направив усилия на повышение эффективности работы других подразделений. Это соотносится с теорией реальных опционов в отношении вопроса неопределенности [Keswani, Shackleton, 2006; Belderbos, Zou, 2009; Driouchi, Bennett, 2011; Damaraju, Barney, Makhija, 2015], поскольку все исследуемые компании подчеркнули необходимость оптимизации своей стратегии в неопределенных условиях внешней среды, а приостановка/закрытие подразделений компаний во всех случаях представлена как мера реструктуризации бизнеса, имеющая целью преодоление спада продаж. В пресс-релизе компании General Motors содержится следующее заявление: «Изменение нашей бизнес-модели в России — это часть глобальной стратегии компании, нацеленной на обеспечение долгосрочной устойчивости на рынках, где мы работаем» [GM to Change Business Model..., 2015]. В годовом отчете компании Stockmann 2014 г. упоминается, что «компания приняла решение приостановить бизнес-процессы, которые не имеют потенциала для обеспечения роста прибыли группы Стокманн². ...С помощью мер по реструктуризации Stockmann стремится к тому, чтобы расти за счет ключевых бизнес-подразделений, а именно — магазинов розничной торговли, онлайн-магазинов и владения недвижимостью» [Annual Report: Stockmann Group, 2014, p. 7]. Согласно теории реальных опционов, в ситуации высокой неопределенности компании не станут реализовывать свой опцион (которым в данном случае является решение о дивести́ровании), а придержат его [Damaraju, Barney, Makhija, 2015]. При этом вероятность дивести́рования возрастает в зависимости от финансовых показателей компании и изменений внешней среды [Swoboda, Olejnik, Morschett, 2011].

Таким образом, объяснение причин дивести́рования с точки зрения перспективы развития компании во всех случаях основывается на влиянии факторов внешней среды, от которых зависят достижение установленных показателей. Однако под воздействием одних и тех же макроэкономических факторов компании по-разному реагируют на снижение объемов производства или продаж — не все из них прибегают к опции дивести́рования.

Например, компания Ford, ближайший конкурент General Motors в США и в России, выбрала другой подход и расширила масштабы деятельности в нашей стране, создав совместное предприятие с компанией Sollers. В компании Ford подтвердили свою приверженность рынку, несмотря на 40%-й спад продаж в 2015 г. [In Russia: Ford holds...]. Таким образом, столкнувшись с одинаковыми институциональными факторами, рассматриваемые компании предпочли противоположные стратегии. Одно из возможных объяснений данного феномена — влияние политических факторов, о чем речь пойдет далее.

² Имеется в виду в том числе закрытие российских подразделений. — Прим. авт.

Аналогичная ситуация характерна и для компании Carlsberg. Ее ближайший конкурент SAB Miller создал стратегическое партнерство с турецким производителем пива Anadolu Efes с целью сократить издержки, особенно в России. Компания Lafarge Holcim сначала увеличила свои инвестиции, затем значительно их сократила, закрыла старый завод и перевела персонал на новое предприятие. Такой подход был спланирован как часть общего проекта реорганизации. Некоторые другие западные МНК поступили со своими российскими дочерними компаниями сходным образом, открыв новое большое производство и перенаправив туда сотрудников старого. Такую стратегию компаний можно объяснить с точки зрения теории реальных опционов, которая предполагает возможность исполнения предусмотренного заранее опциона прекращения проекта без финансовых последствий для компании.

Следовательно, спад продаж и ухудшение экономической ситуации автоматически не ведут к принятию решения о дивестировании, в связи с чем необходимо рассмотреть и другие факторы, которые, возможно, не нашли прямого отражения в официальной позиции компаний, транслируемой в их отчетах и пресс-релизах.

Компании General Motors и Stockmann отдали предпочтение полному дивестированию, в то время как Lafarge Holcim и Carlsberg выбрали опцию частичного дивестирования. Отчасти это обусловлено спецификой отрасли, но на решение о дивестировании во всех случаях оказала влияние не только неопределенность, но и способность компании адекватно определять перспективы рынка и оценивать различные альтернативы, что соотносится с положениями теории реальных опционов и теории перспектив.

Доля прибыли компании на местном рынке в общем объеме прибыли также может выступать фактором, влияющим на решение о дивестировании и определяющим его способ. Так, Carlsberg отличается самой высокой долей российской прибыли в общем объеме прибыли среди изучаемых компаний (табл. 1), но, несмотря на сокращение объема своих операций в результате закрытия двух заводов, она не стала окончательно покидать важный для себя российский рынок. Те компании, у которых доля прибыли компании на иностранном рынке незначительна, более склонны к полному уходу с него, как в случае со Stockmann.

Решение о дивестировании, на которое оказывает влияние фактор доли прибыли на иностранном рынке, также можно рассмотреть с позиции теории перспектив и ее трактовки рисков. Когда потенциальные потери представляются значительными и угрожающими для организации (потеря важного иностранного рынка и др.), менеджмент компании склонен предпочесть менее рискованный вариант поведения (частичное дивестирование и др.), в то время как в случае меньших убытков менеджмент с большей вероятностью выберет более рискованную стратегию действий и сохранит подразделение со слабыми показателями [Kahneman, Tversky, 1979; Laughhunn, Payne, Crum, 1980]. Опыт компании Carlsberg является иллюстрацией такой стратегии поведения: доля российского рынка в профиле компании велика, поэтому потенциальная потеря всех россий-

ских активов заставляет компанию использовать менее рискованный сценарий действий и дивестировать их часть.

Во всех исследуемых компаниях предыдущий опыт дивести́рования повлиял на их решение покинуть российский рынок. Компании учатся на опыте неудачного дивести́рования, и, поскольку последнее может оказать негативное воздействие на будущие финансовые показатели [Meschi, Metais, 2015], компании, имеющие опыт дивести́рования и инвестирования, склонны использовать более взвешенный подход. Это соотносится с положениями теории перспектив, которая утверждает, что менеджеры опираются на предыдущий опыт при оценке различных альтернатив в принятии управленческих решений [Shimizu, 2007]. Так, компания Carlsberg, располагающая значительным опытом дивести́рования, предпочла поступательную стратегию и сначала приостановила работу двух своих заводов, а только потом их закрыла. Такая стратегия может объясняться стремлением компании оценить, насколько ликвидация двух заводов отразится на ее работе в России. Аналогичная ситуация характерна и для компании Lafarge Holcim, которая также приостановила работу одного из заводов, а потом закрыла его.

Вместе с тем компании с незначительным опытом дивести́рования (например, Stockmann) в условиях снижения прибыльности активов были более склонны к тому, чтобы избавиться от своих иностранных подразделений как можно быстрее, и выбирали альтернативу полного дивести́рования в отличие от фирм, которые уже сталкивались со случаями ухода с иностранного рынка.

Одним из факторов принятия решения о дивести́ровании может стать такой источник неопределенности, как политическая ситуация в стране. Компания Carlsberg в годовом отчете за 2015 г. подчеркнула, что международная геополитическая обстановка и обусловливаемая ею макроэкономическая ситуация повышают риски финансовых потерь [Annual report Carlsberg Group, 2015]. Компания Stockmann упоминает санкции западных стран против России в качестве одной из причин снижения продаж, которая привела к убыточности бизнеса компании [Annual report Stockmann Group, 2015].

Политическая ситуация может влиять на решение о дивести́ровании и менее очевидно, как в случае с General Motors. Компания, значительная доля активов которой до 2011 г. находилась в государственной собственности, по всей видимости, еще сохраняет некоторую аффилиацию с правительством США, так как ее дивести́рование совпало с ухудшением взаимоотношений России и США. В то же время не имеющая аффилиации с государством компания Ford, испытывая драматический спад продаж, не только не сократила объемы производства в России, но и увеличила их.

Таким образом, результаты анализа кейсов подтверждают, что теория реальных опционов и теория перспектив способны объяснить решения о зарубежном дивести́ровании, которые принимают иностранные компании на российском рынке, а также факторы, обуславливающие эти решения и формы дивести́рования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Дивести́рование компаний с зарубежных рынков является актуальным предметом исследования, несмотря на то что в научных работах большее внимание уделяется вопросу инвестирования. Практика дивестиционных решений пополняется большим количеством примеров, которые подтверждают необходимость исследования данной проблематики. Поскольку зарубежное дивести́рование обычно является чувствительным вопросом для компаний и при объяснении его причин в своих официальных документах они проявляют предельную аккуратность, особенно важно комплексно изучить факторы, воздействующие на принятие соответствующих решений.

Решение фирмы о дивести́ровании обуславливается различными факторами, которые могут быть интерпретированы с помощью разных теорий. Теория реальных опционов находит отражение в анализе кейсов дивести́рования МНК с российского рынка: на неопределенность внешней среды и неясные перспективы развития рынка компании ответили мерами по реструктуризации бизнеса, которые во всех случаях включали в себя дивести́рование подразделений.

Форма дивести́рования, которую выбирают компании, зависит от уровня неопределенности (в том числе политической), опыта компании в дивести́ровании, оценки менеджерами рисков, связанных с его проведением. Согласно теории перспектив, которая интерпретирует стратегические решения на уровне менеджеров, предыдущий опыт способен повлиять на решение компании об уходе с иностранного рынка. Что же касается оценки рисков, то актуальным является представление о возможных потерях, связанных с дивести́рованием подразделения МНК. Важным выводом данной работы является утверждение о том, что, используя теорию реальных опционов и теорию перспектив, можно добиться более глубокого понимания причин дивести́рования иностранных компаний с российского рынка. Возможно, в будущем использование этих теорий позволит более детально объяснить решения компаний о зарубежном дивести́ровании.

Вклад данной статьи в исследования, посвященные зарубежному дивести́рованию, заключается в следующем. Во-первых, она посвящена малоизученной области решений о зарубежном дивести́ровании и стратегий зарубежного дивести́рования, предлагая основу для целостного понимания феномена зарубежного дивести́рования. Во-вторых, в ней рассмотрены движущие силы и мотивы принятия решения о дивести́ровании как части международной стратегии МНК, опираясь на теорию реальных опционов и теорию перспектив и используя практические примеры зарубежного дивести́рования иностранных фирм в России. В-третьих, проведенный анализ восполняет недостаток исследований причин, заставляющих МНК дивести́ровать из стран с развивающейся экономикой, в частности из России.

Дальнейшее изучение зарубежного дивести́рования должно сосредоточиться на эмпирическом исследовании того, в какой степени теория реальных опцио-

нов и теория перспектив способны объяснить другие стратегии дивести́рования МНК — как в России, так и в остальных странах с развивающейся экономикой.

Литература

- Бухвалов А. В. 2004. Реальные опционы в менеджменте: введение в проблему. *Российский журнал менеджмента* 2 (1): 3–32.
- Гохан П. А. 2004. *Слияния, поглощения и реструктуризация компаний*. М.: Альпина Бизнес Букс.
- Лимитовский М. А. 2004. *Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках*. М.: Дело.
- Aberdeen T. 2013. Yin R. K. *Case Study Research: Design and Methods* [4th Ed.]. Review essay. *Canadian Journal of Action Research* 14 (1) 69–71.
- Amankwah-Amoah J., Zhang N., Sarpong D. 2013. Leaving behind a turbulent past: Insights of divestments from China. *Strategic Change* 22 (5–6): 295–306.
- Annual Report Carlsberg Group 2015*. URL: https://carlsberggroup.com/media/5256/carlsberg_as_annual_report_2015.pdf (accessed: 01.09.2017).
- Annual Report Stockmann Group 2014*. URL: <http://www.stockmanngroup.com/documents/10157/16923/Stockmann+Annual+Report+2014.pdf/b4e3f771-f121-4be9-aaf5-dab-554dc55dd> (accessed: 01.09.2017).
- Annual Report Stockmann Group 2015*. URL: http://year2015.stockmanngroup.com/pdf/Stockmann_annual_report_year_2015.pdf (accessed: 01.09.2017).
- Belderbos R., Zou J. 2009. Real options and foreign affiliate divestments: A portfolio perspective. *Journal of International Business Studies* 40 (4) 600–620.
- Benito G. 2005. Divestment and international business strategy. *Journal of Economic Geography* 5 (2): 235–251.
- Benito G. 1997. Divestment of foreign production operations. *Applied Economics* 29 (10): 1365–1378.
- Benito G., Welch L. 1997. De-internationalization. *Management International Review* 37 (Special Issue): 7–25.
- Berry H. 2013. When do firms divest foreign operations? *Organization Science* 24 (1): 246–261.
- Boddewyn J. 1979. Foreign divestment: Magnitude and factors. *Journal of International Business Studies* 10 (1): 21–27.
- Boddewyn J. J. 1983. Foreign and domestic divestment and investment decisions: Like or unlike? *Journal of International Business Studies* 14 (3): 23–35.
- Boddewyn J., Torneden R. 1973. U.S. foreign divestment: A preliminary survey. *Columbia Journal of World Business* 8 (2): 25–29.
- Bowman E. H. 1982. Risk seeking by troubled firms. *Sloan Management Review* 23 (4): 33–42.
- Buchko A. 1994. Conceptualization and measurement of environmental uncertainty: An assessment of the miles and snow perceived environmental uncertainty scale. *Academy of Management Journal* 37 (2): 410–425.
- Buigues P. A., Lacoste D., Lavigne S. 2015. When over internationalized companies reduce their international footprint. *International Business Review* 24 (6): 1039–1047.
- Burt S., Dawson J., Sparks L. 2004. The international divestment activities of European grocery retailers. *European Management Journal* 22 (5): 483–492.
- Calof J., Beamish P. 1995. Adapting to foreign markets: Explaining internationalization. *International Business Review* 4 (2): 115–131.
- Chang S., Singh H. 1999. The impact of modes of entry and resource fit on modes of exit by multibusiness firms. *Strategic Management Journal* 20 (11): 1019–1035.
- Cho M.-H., Cohen M. 1997. The economic causes and consequences of corporate divestiture. *Managerial and Decision Economics* 18 (5): 367–374.

- Chopra J., Boddewyn J., Torneden R. 1978. U.S. foreign divestment — 1972–1975 updating. *Columbia Journal of World Business* **13** (1): 14–19.
- Damaraju N., Barney J., Makhija A. 2015. Real options in divestment alternatives. *Strategic Management Journal* **36** (5): 728–744.
- Decker C., Mellewigt T. 2007. *The Drivers and Implications of Business Divestiture — an Application and Extension of Prior Findings*. Discussion paper. URL: <https://edoc.hu-berlin.de/bitstream/handle/18452/4725/54.pdf?sequence=1> (accessed: 01.09.2017).
- DeSarbo W., Di Benedetto C.A., Song M., Sinha I. 2005. Revisiting the Miles and Snow strategic framework: Uncovering interrelationships between strategic types, capabilities, environmental uncertainty, and firm performance. *Strategic Management Journal* **26** (1): 47–74.
- Driouchi T., Bennett D. 2012. Real options in management and organizational strategy: A review of decision-making and performance implications. *International Journal of Management Review* **14** (1): 39–62.
- Driouchi T., Bennett D. 2011. Real options in multinational decision-making: Managerial awareness and risk implications. *Journal of World Business* **46** (2): 205–219.
- Duhaime I., Grant J. 1984. Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study. *Strategic Management Journal* **5** (4): 301–318.
- Dunning J. 1980. Toward an eclectic theory of international production: Some empirical tests. *Journal of International Business Studies* **11** (1): 9–31.
- Eisenhardt K. 1989. Building theories from case study research. *Academy of Management Review* **14** (4): 532–550.
- Fisch J., Zschoche M. 2012. The effect of operational flexibility on decisions to withdraw from foreign production locations. *International Business Review* **21** (5): 806–816.
- Foreign direct investment: Inward and outward flows for transition economies. UNCTAD STAT. URL: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx> (accessed: 01.09.2017).
- Ghertman M., 1988. Foreign subsidiary and parents' roles during strategic investment and divestment decisions. *Journal of International Business Studies* **19** (1): 47–67.
- Ghosal V. 2003. *Impact of Uncertainty and Sunk Costs on Firm Survival and Industry Dynamics*. Berlin: Wissenschaftszentrum.
- Gilmour S. 1973. *The Divestment Decision Process*. Cambridge, MA.: Harvard University Press.
- GM to Change Business Model in Russia. 2015. *GM Media*. URL: <http://media.gm.com/media/ru/ru/gm/news.detail.html/content/Pages/news/us/en/2015/mar/0318-russia.html> (accessed: 01.09.2017).
- Golubeva O. 2016. Strategy under uncertainty: Empirical evidence from Swedish companies operating in Russia. *International Journal of Business and Management* **11** (5): 44–55.
- Grunberg L. 1981. *Failed Multinational Ventures: The Political Economy of International Divestments*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Gurkov I. 2015. Russian manufacturing subsidiaries of Western multinational corporations: Support from parents and cooperation with sister-subsidiaries. *Journal of East-West Business* **21** (3): 157–181.
- Haynes M., Thompson S., Wright M. 2000. The determinants of corporate divestment in the UK. *International Journal of Industrial Organization* **18** (8): 1201–1222.
- Haynes M., Thompson, S., Wright M. 2002. The impact of divestment on firm performance: Empirical evidence from a panel of UK companies. *Journal of Industrial Economics* **50** (2): 173–196.
- In Russia: Ford holds; GM folds. *Automotive News*. URL: <http://www.autonews.com/article/20150323/OEM/303239960/in-russia-ford-holds-gm-folds> (accessed: 01.09.2017).
- Kahneman D., Tversky A. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* **47** (2): 263–292.
- Keswani A., Shackleton M. 2006. How real option disinvestment flexibility augments project NPV. *European Journal of Operational Research* **168** (1): 240–252.

- Kogut B. 1991. Joint ventures and the option to expand and acquire. *Management Science* 37 (1): 19–33.
- Lambrech B., Myers S. 2007. A theory of takeovers and disinvestment. *Journal of Finance* 62 (2): 809–845.
- Laughhunn D., Payne J., Crum R. 1980. Managerial risk preferences for below-target returns. *Management Science* 26 (12): 1238–1249.
- Li R., Liu Z. 2015. What causes the divestment of multinational companies in China? A subsidiary perspective. *Journal of Business Theory and Practice* 3 (1): 81–89.
- Markides C., Berg N. 1992. Good and bad divestment: The stock market verdict. *Long Range Planning* 25 (2): 10–15.
- Martin De Holan P., Toulan O. 2006. *The Antecedents and Consequences of Emerging Market Divestitures*. Madrid: Instituto de Empresa Business School.
- Mata J., Portugal P. 2000. Closure and divestiture by foreign entrants: The impact of entry and post-entry strategies. *Strategic Management Journal* 21 (5): 549–562.
- Matthyssens P., Pauwels P. 2000. Uncovering international market-exit processes: A comparative case study. *Psychology and Marketing* 17 (8): 697–719.
- McDermott M. 1989. *Multinationals: Foreign Divestment and Disclosure*. London: Mcgraw Hill Book Co Ltd.
- McDermott M. 2010. Foreign divestment: The neglected area of international business? *International Studies of Management and Organization* 40 (4): 37–53.
- McDermott M., Luehtge D. 2013. Anatomy of a reversed foreign divestment decision: General Motors and its European subsidiary, Opel. *GSTF Journal on Business Review* 3 (1): 147–153.
- Meschi P.-X., Metais E. 2015. Too big to learn: The effects of major acquisition failures on subsequent acquisition divestment. *British Journal of Management* 26 (3): 408–423.
- Michailova S., McCarthy D., Puffer S. 2013. Russia: As solid as a BRIC? *Critical Perspectives on International Business* 9 (1/2): 5–18.
- Musshoff O., Odening M., Schade C., Maart-Noelck S. C., Sandri S. 2013. Inertia in disinvestment decisions: Experimental evidence. *European Review of Agricultural Economics* 40 (3): 463–485.
- Myers S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2) 147–175.
- Naldi L., Kuiken A. 2016. *International Market Exit and Re-Entry: An Empirical Study of Export Patterns of Swedish SMEs*. Stockholm: Swedish Entrepreneurship Forum. Globaliseringsforum Rapport #9. URL: http://entreprenorskapsforum.se/wp-content/uploads/2016/03/GloFo_Naldi_Kuiken_Webb.pdf (accessed: 01.09.2017).
- Nees D. 1979. The divestment decision process in large and medium-sized diversified companies: A descriptive model based on clinical studies. *International Studies of Management and Organizations* 8 (4): 67–96.
- Nowara W., Szarzec K., 2012. Foreign direct disinvestment in Poland. *International Journal of Economic Research* 9 (2): 321–339.
- O'Brien J., Folta T. 2009. Sunk costs, uncertainty and market exit: A real options perspective. *Industrial and Corporate Change* 18 (5): 1–27.
- Panibratov A. 2009. Internationalization process of Russian construction industry: Inward investments perspective. *Journal for East European Management Studies* 14 (2): 210–228.
- Panibratov A. 2016. Unraveling the IJV rationale in emerging markets: The case of multinational enterprises in the Russian construction industry. *Journal of East-West Business* 22 (2): 97–117.
- Patton M. Q. 2002. *Qualitative Research and Evaluation Methods*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Pettigrew A. 1992. On studying managerial elites. *Strategic Management Journal* 13 (S2): 163–182.
- Pettigrew A. 2000. Linking change processes to outcomes. In: M. Beer, N. Nohria (eds.). *Breaking the Code of Change*. Boston: Harvard Business School Press; 234–267.

- Praet A. 2013. Family firms and the divestment decision: An agency perspective. *Journal of Family Business Strategy* 4 (1): 34–41.
- Prezas A., Simonyan K. 2015. Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs. *Journal of Corporate Finance* 34: 83–107.
- Sachdev J. 1976. Divestment: A corporate failure or a strategic success. *International Studies of Management & Organization* 6 (1/2): 112–130.
- Shimizu K. 2007. Prospect theory, behavioral theory, and the threat-rigidity thesis: Combinative effects on organizational decisions to divest formerly acquired units. *Academy of Management Journal* 50 (6): 1495–1514.
- Spanhel C. L., Boddewyn J. 1982. *The Crisis Divestment Decision Process: A Descriptive Mode*. Working Paper. Austin, Tex.: Graduate School of Management, University of Texas.
- Sutton J. 1991. *Sunk Costs and Market Structure: Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*. Cambridge and London: MIT Press.
- Swoboda B., Olejnik E., Morschett D. 2011. Changes in foreign operation modes: Stimuli for increases versus reductions. *International Business Review* 20 (5): 578–590.
- Sztompka P. 1993. *The Sociology of Social Change*. Boston, MA: Blackwell.
- Yin R. 1994. *Case Study Research: Design and Methods*. 2nd ed. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

- Bukhvalov A. V. 2004. Real'nye opciony v menedzhmente: vvedenie v problemu [Using real options in management: An introduction]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta* 2 (1): 3–32.
- Gohan P. A. 2004. Sliianiia, pogloshcheniia i restrukturizatsiia kompanii [Mergers, acquisitions, and corporate restructurings]. Moscow: Al'pina Biznes Buks.
- Limitovskii M. A. 2004. *Investicionnye proekty i real'nye opciony na razvivayushhihsya rynkakh* [Investment projects and real options at emerging markets] Moscow: Delo.

Для цитирования: Панибратов А. Ю., Браун Т. А., Клишевич Д. С. Дивести́рование зарубежных многонациональных компаний из России // Вестник СПбГУ. Менеджмент. 2017. Т. 16. Вып. 4. С. 507–530. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2017.402>.

For citation: Panibratov A. Yu., Brown T. A., Klishevich D. S. Divestment of Foreign Multinational Companies from Russia. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, 2017, vol. 16, issue 4, pp. 507–530. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2017.402>.

Статья поступила в редакцию 26 сентября 2017 г.; принята к печати 10 ноября 2017 г.

Контактная информация

Панибратов Андрей Юрьевич — доктор экономических наук, профессор;
panibratov@gsom.spbpu.ru

Браун Ташауна Андреа — аспирант; tashauna.a.brown@gmail.com

Клишевич Дарья Сергеевна — аспирант; daria.klishevich@outlook.com

Panibratov Andrei Yu. — Doctor of Sciences in Economics, Professor; panibratov@gsom.spbpu.ru

Brown Tashauna A. — PhD Student; tashauna.a.brown@gmail.com

Klishevich Daria S. — PhD Student; daria.klishevich@outlook.com